

深信服 (300454.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

降本成果持续显现,人均效能不断提升

事件

2023年4月25日公司发布2023年一季报,2023年Q1实现收入12.13亿元,同比增长6.02%,归母净利润-4.12亿元,亏损幅度同比收窄约1.06亿元,扣非归母净利润-4.26亿元,亏损幅度同比收窄约1.54亿元。

点评

控费效果持续显现,人均效能不断提升。公司一季度收入增速同比提升约1.26pct,我们认为收入小幅增长的原因为公司下游客户地方政府、中小企业的需求还处于不断恢复的过程中,在业绩上的体现存在一定的滞后性。报告期内公司研发、销售、管理费用合计值与去年同期相比略有下降,公司持续推进组织能力建设,提升人均效能,降本措施效果自去年四季度以来持续显现。

安全产品持续领跑,AI为云计算产品持续赋能。根据IDC数据,2022年公司SSL VPN、全网行为管理AC继续保持市占率第一,下一代防火墙AF市占率市场前二。公司云计算产品不断更迭,3月发布的桌面云5.5.6版本通过构建AI知识图谱使得排障效率提升50%,此外软件兼容性从60%提升到91.3%,视频场景流量消耗降低80%,桌面云终端产品2022年以31.5%的市占率位居第一。4月发布的超融合690版本全面融入AI能力,实现了智能运维和精准运维,同时实现了X86和ARM架构下的功能、质量一致,ARM架构存储性能高于业界30%。AI赋能下公司超融合、桌面云等产品质量和竞争力将进一步提升。

拟发行可转债,强化产品竞争力。2023年4月13日公司发行可转债申请获深交所审核通过。公司拟募集资金不超过12.15亿元,用于长沙网络安全与云计算研发基地建设项目、软件定义IT基础架构项目,募投金额分别为5.14、7.01亿元。从募投项目看,公司将持续加大网络安全及云计算业务的研发投入,并对下一代超融合模块、云计算管理平台aCMP模块、桌面云aDESK模块、软件定义分布式存储aStor模块等软件定义的IT基础架构进行研发升级,强化产品竞争力,以满足快速增长的市场需求。

盈利调整和投资建议

我们维持此前的盈利预测,预计公司2023-2025年的收入分别为91.86/115.16/143.97亿元,净利润分别为3.04/5.81/9.48亿元,对应EPS 0.73/1.39/2.27元/股,当前股价对应2023-2025年PE分别为169x/88x/54x,维持“买入”评级。

风险提示

云计算行业竞争加剧风险;XaaS战略落地不及预期。

计算机组

联系人:纪超

jichao@gjzq.com.cn

分析师:孟灿(执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价(人民币):122.95元

相关报告:

- 《深信服公司点评:控费效果显著,看好公司XaaS转型》,2023.4.14
- 《股权激励彰显信心,看好中长期发展-深信服公司点评》,2022.12.1
- 《疫情影响下游需求,三季度环比有所改善-深信服2022年三季报...》,2022.10.28



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,805	7,413	9,186	11,516	14,397
营业收入增长率	24.67%	8.93%	23.92%	25.36%	25.01%
归母净利润(百万元)	273	194	304	581	948
归母净利润增长率	-66.29%	-28.84%	56.65%	91.12%	63.04%
摊薄每股收益(元)	0.656	0.467	0.730	1.394	2.274
每股经营性现金流净额	2.38	1.79	2.50	4.32	6.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.74%	2.52%	3.79%	6.77%	10.00%
P/E	291.00	240.91	168.51	88.17	54.08
P/B	10.87	6.06	6.38	5.97	5.41

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,458	6,805	7,413	9,186	11,516	14,397	货币资金	589	579	1,406	1,814	2,203	3,557
增长率	24.7%	8.9%	8.9%	23.9%	25.4%	25.0%	应收款项	588	728	872	965	1,084	1,172
主营业务成本	-1,638	-2,348	-2,682	-3,405	-4,368	-5,553	存货	180	350	274	335	394	424
%销售收入	30.0%	34.5%	36.2%	37.1%	37.9%	38.6%	其他流动资产	3,890	3,608	3,458	3,630	3,789	3,951
毛利	3,820	4,457	4,731	5,781	7,148	8,843	流动资产	5,247	5,266	6,009	6,743	7,470	9,105
%销售收入	70.0%	65.5%	63.8%	62.9%	62.1%	61.4%	总资产	54.3%	48.1%	49.3%	50.7%	51.9%	55.4%
营业税金及附加	-63	-66	-71	-88	-111	-138	长期投资	569	1,049	1,045	1,120	1,210	1,315
%销售收入	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	331	485	701	741	776	815
销售费用	-1,811	-2,317	-2,411	-2,783	-3,282	-3,901	总资产	3.4%	4.4%	5.8%	5.6%	5.4%	5.0%
%销售收入	33.2%	34.0%	32.5%	30.3%	28.5%	27.1%	无形资产	328	322	330	353	379	409
管理费用	-272	-392	-390	-427	-489	-576	非流动资产	4,409	5,684	6,174	6,544	6,916	7,317
%销售收入	5.0%	5.8%	5.3%	4.7%	4.3%	4.0%	总资产	45.7%	51.9%	50.7%	49.3%	48.1%	44.6%
研发费用	-1,509	-2,088	-2,248	-2,591	-3,121	-3,743	资产总计	9,656	10,950	12,183	13,288	14,386	16,421
%销售收入	27.6%	30.7%	30.3%	28.2%	27.1%	26.0%	短期借款	322	100	843	885	304	82
息税前利润 (EBIT)	164	-405	-389	-108	145	485	应付款项	1,186	1,017	1,358	1,279	1,417	1,553
%销售收入	3.0%	n.a	n.a	n.a	1.3%	3.4%	其他流动负债	1,418	2,040	1,707	2,494	3,437	4,608
财务费用	137	201	195	-29	-3	41	流动负债	2,926	3,158	3,908	4,659	5,158	6,243
%销售收入	-2.5%	-3.0%	-2.6%	0.3%	0.0%	-0.3%	长期贷款	10	0	0	0	0	0
资产减值损失	-12	-32	-39	-46	-54	-66	其他长期负债	209	488	555	594	644	699
公允价值变动收益	80	-5	16	45	50	55	负债	3,145	3,646	4,463	5,253	5,802	6,942
投资收益	24	66	27	40	50	60	普通股股东权益	6,511	7,305	7,720	8,035	8,584	9,480
%税前利润	3.1%	25.7%	12.4%	11.7%	7.7%	5.6%	其中：股本	414	416	416	417	417	417
营业利润	761	249	204	322	628	1,035	未分配利润	2,369	2,558	2,724	3,028	3,567	4,453
%销售收入	13.9%	3.7%	2.8%	3.5%	5.5%	7.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	5	7	15	20	25	30	负债股东权益合计	9,656	10,950	12,183	13,288	14,386	16,421
税前利润	766	256	219	342	653	1,065							
利润率	14.0%	3.8%	3.0%	3.7%	5.7%	7.4%							
所得税	44	16	-25	-38	-72	-117							
所得税率	-5.7%	-6.4%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%							
净利润	809	273	194	304	581	948							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	809	273	194	304	581	948							
净利率	14.8%	4.0%	2.6%	3.3%	5.0%	6.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	809	273	194	304	581	948	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.956	0.656	0.467	0.730	1.394	2.274
非现金支出	164	279	339	316	493	774	每股净资产	15.734	17.572	18.575	19.273	20.592	22.740
非经营收益	-278	-264	-211	-54	-94	-141	每股经营现金净流	3.185	2.385	1.794	2.497	4.315	6.410
营运资金变动	622	704	423	474	818	1,090	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100	0.150
经营活动现金净流	1,318	991	746	1,040	1,798	2,671	回报率						
资本开支	-228	-349	-459	-629	-765	-1,038	净资产收益率	12.43%	3.74%	2.52%	3.79%	6.77%	10.00%
投资	-2,019	-581	-239	-40	-50	-60	总资产收益率	8.38%	2.49%	1.59%	2.29%	4.04%	5.77%
其他	69	189	274	30	40	50	投入资本收益率	2.54%	-5.82%	-4.03%	-1.08%	1.46%	4.51%
投资活动现金净流	-2,179	-741	-424	-639	-775	-1,048	增长率						
股权募资	899	196	10	0	0	0	主营业务收入增长率	18.92%	24.67%	8.93%	23.92%	25.36%	25.01%
债权募资	316	-289	763	96	-526	-167	EBIT 增长率	-48.49%	-346.55%	-4.07%	-72.13%	-234.22%	233.16%
其他	-88	-170	-278	-60	-82	-76	净利润增长率	6.65%	-66.29%	-28.84%	56.65%	91.12%	63.04%
筹资活动现金净流	1,127	-263	495	36	-608	-243	总资产增长率	42.58%	13.41%	11.26%	9.07%	8.26%	14.15%
现金净流量	264	-15	816	438	415	1,380	资产管理能力						
							应收账款周转天数	29.7	27.9	33.4	36.0	33.0	29.0
							存货周转天数	42.4	41.2	42.5	37.0	35.0	31.0
							应付账款周转天数	90.8	65.6	64.2	68.0	61.0	55.0
							固定资产周转天数	18.8	18.7	18.5	16.1	13.7	11.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-33.34%	-26.74%	-26.66%	-30.55%	-40.24%	-53.39%
							EBIT 利息保障倍数	-1.2	2.0	2.0	-3.7	50.8	-11.7
							资产负债率	32.57%	33.29%	36.63%	39.53%	40.33%	42.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-29	买入	273.32	N/A
2	2021-08-20	买入	263.90	326.50~326.50
3	2021-10-29	买入	202.64	N/A
4	2022-08-28	买入	91.71	N/A
5	2022-10-28	买入	120.69	N/A
6	2022-12-01	买入	112.23	N/A
7	2023-04-14	买入	140.20	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402